



**JURISTISCHE FAKULTÄT**



**UNIVERSITÄT  
HEIDELBERG**  
ZUKUNFT  
SEIT 1386

Zusammenfassung der Dissertation mit dem Titel

## **„Related Party Transactions“**

Dissertation vorgelegt von Andreas Tarde

Erstgutachter: Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Peter Hommelhoff

Zweitgutachter: Prof. Dr. Marc-Philippe Weller

Institut für deutsches und europäisches Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht

## I. Einleitung

Transaktionen zwischen Aktiengesellschaften und ihnen nahestehenden Unternehmen und Personen stehen weltweit im Mittelpunkt des Aktionärsschutzdiskurses. Rechtswissenschaftler wie Ökonomen heben diese zumeist unter ihrem englischen Terminus *related party transactions* (im Folgenden: RPTs) bezeichneten Geschäfte gleichermaßen als eines der größten Corporate Governance-Probleme hervor. RPTs, so die einhellige Meinung, gehörten für Insider zu den naheliegendsten Methoden zur Abschöpfung von Vermögenswerten ihrer Gesellschaften.

Große RPT-Skandale am Beginn des neuen Jahrtausends haben in zahlreichen Mitgliedstaaten der Europäischen Union Reformbemühungen hervorgerufen. Nach Ansicht der Europäischen Kommission genießen Aktionäre gegen missbräuchliche RPTs jedoch bis heute keinen unionsweit hinreichenden Schutz. Vor diesem Hintergrund hat sie in ihrem Aktionsplan Gesellschaftsrecht 2012 angekündigt, die Kontrolle von RPTs durch Aktionäre auszubauen. Das Vorhaben wurde inzwischen mit der Reformierung der Aktionärsrechterichtlinie (im Folgenden: ARRL) umgesetzt, ein Unterfangen, das aus Deutschland mit vorsichtiger Skepsis bis hin zu offener Ablehnung begleitet wurde.

Kritiker der Reform werfen dem Richtliniengeber vor, er zwingt dem deutschen Corporate Governance-Modell mit den neuen, maßgeblich vom englischen Recht inspirierten RPT-Vorgaben systemwidrige Regelungen auf. In der Tat ging der deutsche Gesetzgeber den internationalen Trend zu einer verstärkten Regulierung von RPTs bislang nicht mit. Sein überkommenes, auf Kapitalschutz-, Konzernrechts- und zahlreichen Partikularregelungen beruhendes Schutzmodell erscheint geradezu als Antipode der einheitlichen RPT-Regelungen in den britischen *Listing Rules*. Die neuen RPT-Vorgaben der ARRL stellen den Gesetzgeber der 19. Legislaturperiode in der Folge vor eine große Herausforderung. Im Rahmen ihrer Umsetzung wird er nicht nur auf die Konformität mit unionalem Recht, sondern in besonderem Maße auch auf eine systemwahrende Fortentwicklung des überkommenen nationalen Rechts achten müssen. Die vorgelegte Arbeit liefert Leitlinien zur Meisterung dieser Herausforderung.

Ausgehend von einer Auswertung vornehmlich rechtsökonomischer Literatur untersucht sie zunächst die Grundlagen der RPT-Problematik und schildert die Chancen und Risiken von RPTs, die diesen Transaktionen inhärenten Interessenkonflikte sowie die Notwendigkeit einer über Ge- und Verbote hinausgehenden Regulierung. Anregungen zur optimalen Regulierung aus dem angloamerikanisch geprägten *law and economics*- und *law and finance*-Schrifttum werden vorgestellt und ausgewertet. Die Arbeit untersucht sodann diejenigen unionsrechtlichen Regelungen, die schon heute die RPT-Regulierung der Mitgliedstaaten in Teilen harmonisieren, und legt in Länderberichten den gegenwärtigen Stand der RPT-Regulierung für die jeweils bedeutendsten börsenfähigen Gesellschaftsformen in England und Deutschland, namentlich der *company* in ihrer Erscheinung als *publicly listed company* (PLC) sowie der Aktiengesellschaft (AG), dar. Beide nationalen Regelungskonzepte werden funktional verglichen sowie auf die Hintergründe bestehender Divergenzen untersucht. Ausgehend von den Erkenntnissen des Rechtsvergleichs und einer Analyse der Reform der Aktionärsrechterichtlinie trifft die Untersuchung schließlich Empfehlungen zur Umsetzung der neuen RPT-Richtlinienvorgaben in das deutsche Recht.

Die wesentlichen Ergebnisse der Untersuchung lassen sich wie folgt zusammenfassen:

## II. Kapitel 2 – Rechtsökonomische Vorbetrachtung

RPTs sind ein unverzichtbarer Teil des heutigen Wirtschaftslebens. Aufgrund der regelmäßig geringeren Informationsasymmetrien und der ähnlichen Interessenlage zwischen nahestehenden Parteien verursachen RPTs im Vergleich zu Fremdgeschäften geringere Transaktionskosten. In der Unternehmensgruppe sind sie für die Nutzung von Synergien essentiell. Gleichwohl bergen RPTs auch eine erhebliche Missbrauchsgefahr in sich, da *related parties* ihren Einfluss auf eine Gesellschaft dazu nutzen können, die Gesellschaft zum Abschluss nachteiliger Geschäfte zu veranlassen. RPTs gehören damit zu den Instrumenten, derer sich Insider zur Abschöpfung von Vermögenswerten und Erträgen einer Gesellschaft zu Lasten von außenstehenden Gesellschaftern bedienen (sog. *tunneling*).

Wenngleich *tunneling* in begrenztem Umfang ein effizienzsteigernder Kompensationsmechanismus für Kontrollaufwendungen von Insidern sein kann, weisen die von Befürwortern seiner Legalisierung vorgeschlagenen Regulierungskonzepte deutliche Schwächen auf. Gesetzgeber folgen denn auch weltweit dem tradierten Regelungsansatz, *tunneling* zum Schutz außenstehender Gesellschafter zu unterbinden. Im Rahmen von RPTs wird hierzu die Gewährleistung der Angemessenheit jeder Einzeltransaktion angestrebt. Ob eine RPT für eine Gesellschaft angemessen ist oder sie benachteiligt, ist am Maßstab des Fremdvergleichs zu beurteilen. Regelmäßig lassen sich im Rahmen der anerkannten Fremdvergleichsmethoden allerdings keine exakten Vergleichspreise, sondern lediglich Bandbreiten angemessener Preise (*arm's length range*) ermitteln. Bei komplexen Transaktionen kann ein Fremdvergleich mangels hinreichend genauer Vergleichsdaten bisweilen scheitern. Aufgrund dieser einzelfallbezogenen Anwendungsschwächen der Fremdvergleichsmethoden bedarf es neben eines bloßen Verbots unangemessener RPTs weiterer rechtlicher Vorkehrungen zum Schutz außenstehender Gesellschafter.

Zur Analyse von *tunneling*-Gefahren und rechtlicher Abwehrstrategien wird heute verbreitet auf die institutionenökonomische Agenturtheorie zurückgegriffen. Auch die Europäische Kommission hat sich bei ihrem Vorschlag zur Reform der ARRL von dieser Theorie leiten lassen. Gemäß den Annahmen der Agenturtheorie nutzt ein *agent* die Informationsdefizite eines *principal* im Falle von Interessengegensätzen zu seinen eigenen Gunsten aus (sog. *agency conflict*). Unter Zugrundelegung einer weiten, jegliche Abhängigkeitsverhältnisse umfassenden *agency*-Definition lassen sich sowohl gesellschaftsbenachteiligende RPTs mit Führungskräften als auch mit Großaktionären als Ausdruck eines solchen *agency conflict* beschreiben. Für den Bereich der RPTs weist die Agenturtheorie daher eine beachtliche Systematisierungskraft auf. Gleichwohl hat die verkürzte Rezeption der Theorie zu einer überproportionalen Beachtung der Gefahren von RPTs im Vergleich zum Nutzen dieser Transaktionen geführt. Nicht selten wird sie herangezogen, um für eine verstärkte Allokation von Entscheidungsrechten bei *principals* statt eines umfassenden Agenturverhältnisses zu streiten. Das Kommissionsziel eines verstärkten *shareholder engagement*, das sich in ihren vorgeschlagenen RPT-Regelungen in Form von Zustimmungsvorbehalten außenstehender Gesellschafter niedergeschlagen hat, ist die Folge einer solchen Interpretation der Agenturtheorie.

Neben der Institutionenökonomik hat in jüngerer Zeit auch die statistische Corporate Governance-Vergleichung (*law and finance*) an Bedeutung für die weltweiten RPT-Regulierungsbestrebungen gewonnen. Untersuchungen einer Gruppe renommierter Ökonomen und die auf ihrer Methode aufbauenden *Doing Business Reports* der Weltbankgruppe mahnen weiteren Reformbedarf des Aktionärsschutzes in den Mitgliedstaaten der Europäischen Union an. Als europäisches Musterland für einen hohen Investorenschutz vor nachteiligen RPTs benennen die Forschungsarbeiten sowie das *Doing*

*Business Investorenschutzranking* das Vereinigte Königreich. Trotz deutlicher Verbesserungen der Methode weisen auch die aktuellen *law and finance*-Untersuchungen zu RPTs noch deutliche Schwächen auf und eignen sich nur eingeschränkt zur Ableitung rechtspolitischer Empfehlungen.

### III. Kapitel 3 – Unionsweite Mindeststandards in der Regulierung von RPTs

Das Unionsrecht sah bereits vor der Reform der ARRL eine Vielzahl von RPT-Pflichten vor. Dabei handelt es sich vornehmlich um periodische Publizitätspflichten für RPTs im Sinne des Rechnungslegungsstandards IAS 24.9. In ihrer aktuellen Form schützen diese Pflichten nur sehr begrenzt vor der Gefahr des *tunneling*. Die Ausnutzung von Spielräumen hinsichtlich des Detailgrads der anzugebenden RPTs sowie eine aggregierte Darstellung können den Aussagegehalt der Veröffentlichungspflichten so weit reduzieren, dass Außenstehende nur das Ausmaß der im Berichtszeitraum stattgefundenen RPTs erfahren.

### IV. Kapitel 4 – RPTs im Recht der company

Der Schutz vor RPTs mit Direktoren (*self-dealing transactions*) erfolgt im englischen Recht zunächst über die Sorgfalts- und Treupflichten der Direktoren (*fiduciary duties*). Gegen Pflichtverstöße von Direktoren hat die Gerichtspraxis eine Vielzahl sogenannter *remedies* entwickelt, darunter die Rückabwicklung pflichtwidrig abgeschlossener Geschäfte, Schadenersatzpflichten von Direktoren und die Pflicht zur Herausgabe erlangten Gewinns. Die gerichtliche Überprüfung des Verhaltens von Direktoren beschränkt sich in der Regel auf eine Verfahrenskontrolle. Eine inhaltliche Überprüfung unternehmerischer Entscheidungen nehmen englische Gerichte nur in Ausnahmefällen vor. Nach dem *Companies Act 2006* (CA 2006) sind Direktoren einer *company* zur Offenlegung jedes Eigeninteresses an Rechtsgeschäften der Gesellschaft gegenüber dem *board of directors* verpflichtet. Hat ein Direktor ein relevantes Eigeninteresse an einem Rechtsgeschäft, ist er in der Regel nach der Satzung der *company* von seinem Stimmrecht bei Beschlüssen des *board of directors* über das Geschäft ausgeschlossen. Die Eigenkontrolle des *board of directors* börsennotierter *companies* hat sich infolge der Anfang der 1990er Jahre begonnenen Corporate Governance-Bewegung deutlich verbessert. Durch den *UK Corporate Governance Code* und seine Vorgänger sind insbesondere der Einfluss und die Verantwortung der *non-executive directors* gewachsen. Diese Entwicklungen haben erheblich dazu beigetragen, dass den verwaltungsinternen Offenlegungspflichten für RPTs eine relevante Schutzwirkung zukommt. Gleichwohl sieht der CA 2006 für *self-dealing transactions* über substantielle Sachwerte sowie für wesentliche Kreditgeschäfte mit Direktoren und ihnen nahestehenden Personen ein erhöhtes Schutzniveau vor, indem er ihren Abschluss einem Zustimmungsvorbehalt der Gesellschafterversammlung unterstellt.

Für RPTs mit Paketaktionären kennt der CA 2006 hingegen keine besonderen Schutzregelungen. Die starke Stellung der *shareholders* und die *majority rule* erlauben es einem Kontrollaktionär, weitgehend ungehindert Einfluss auf die Direktoren der Gesellschaft auszuüben. Eine Pflichtenstellung als *shadow director* liegt nur in seltenen Ausnahmefällen vor und hat für den RPT-Schutz keine besondere Relevanz. Aktionärsklagen (*derivative claims*) sind nur nach Durchlaufen eines aufwendigen Zulassungsverfahrens möglich und finden in der Praxis kaum statt. Im Wesentlichen reduziert sich der Minderheitenschutz vor schädigenden Aktionärs-RPTs im CA 2006 daher auf das *unfair prejudice*-Verfahren. Das

Verfahren ist hochflexibel und wird bei Streitigkeiten in kleinen personalistischen *companies* häufig bemüht. In der börsennotierten Gesellschaft spielt es hingegen praktisch keine Rolle.

Die strengen RPT-Pflichten der britischen *Listing Rules*, die dem englischen Recht den Ruf eines besonders hohen Aktionärsschutzniveaus eingebracht haben, gelten lediglich für börsennotierte Gesellschaften, deren Anteile im Premium-Segment der Börse gehandelt werden (*premium listed companies*). Die Regelungen finden Anwendung, wenn der Umfang einer Transaktion bestimmte Bezugsgrößen überschreitet (sog. *class tests*). Sie heben insbesondere das Schutzniveau für Aktionärs-RPTs deutlich an, verursachen für die betroffenen Gesellschaften aber einen beachtlichen Verwaltungsaufwand. Erreicht eine RPT 5% oder mehr in einem der *class tests*, muss vor ihrem Abschluss ein Informationsschreiben an die Aktionäre (*circular*) versandt und die Zustimmung der außenstehenden Aktionäre eingeholt werden. Das *circular* bedarf der Genehmigung durch die britische Finanzaufsichtsbehörde FCA und muss umfangreiche Angaben zur Transaktion enthalten, darunter insbesondere eine *fairness opinion* der Direktoren, die auf der positiven Einschätzung eines von der FCA zugelassenen Beraters (*sponsor*) beruht. Nach Abschluss einer RPT sind bestimmte Angaben über sie schnellstmöglich zu veröffentlichen. Kleinere RPTs, deren Werte lediglich 0,25 % in einem der *class tests* überschreiten, müssen im Vorfeld von einem *sponsor* für angemessen befunden und nach Abschluss schnellstmöglich veröffentlicht werden. Die Einhaltung der *Listing Rules* wird von der FCA streng überwacht. Primäres Sanktionsmittel der Aufsichtsbehörde ist das Festsetzen von Geldstrafen. Für Gesellschaften mit Kontrollaktionären gelten besondere unabhängigkeitsichernde Bestimmungen, deren Verstoß die Geltung der Verfahrenspflichten nach *Listing Rule 11* für jede einzelne Transaktion mit dem Kontrollaktionär auslöst (*enhanced oversight*). Faktisch drängt die *enhanced oversight* den Kontrollaktionär zur Veräußerung seiner Anteile.

## V. Kapitel 5 – RPTs im Recht der AG

Das Aktienrecht kennt abseits der unionsrechtlichen Mindestvorgaben keine einheitlichen RPT-Regelungen. Stattdessen besteht eine Vielzahl von Regelungen für bestimmte Geschäftstypen sowie für Geschäfte mit bestimmten *related parties* wie Vorstandsmitgliedern, Aufsichtsratsmitgliedern und Aktionären. Für RPTs abhängiger Aktiengesellschaften gelten überdies die Regelungen des Rechts der verbundenen Unternehmen.

Bei Geschäften einer AG mit Vorstandsmitgliedern hat allein der Aufsichtsrat die Vertretungskompetenz. Kreditgewährungen dürfen auch an nahestehende Personen von Vorstandsmitgliedern nur auf Beschluss des Aufsichtsrats erfolgen. Für sonstige wesentliche Geschäfte mit nahestehenden Personen von Vorstandsmitgliedern kann der Aufsichtsrat Zustimmungsvorbehalte festlegen. Die Anforderungen an die Überwachungstätigkeit des Aufsichtsrats sind in den letzten Jahrzehnten stark gestiegen und haben die Gefahr opportunistischen Vorstandshandelns reduziert. Die verbleibenden Schutzlücken bei Geschäften mit nahestehenden Personen von Vorstandsmitgliedern werden durch die organschaftliche Treupflicht geschlossen, die Vorstandsmitglieder zur Offenlegung von Interessenkonflikten gegenüber Vorstand und Aufsichtsrat verpflichtet. Ein allgemeines Stimmverbot bei Interessenkonflikten besteht nicht. Trifft ein Vorstandsmitglied im Interessenkonflikt eine unternehmerische Entscheidung, entfällt allerdings das Privileg der *business judgment rule*. Im Falle von Pflichtverstößen von Vorstandsmitgliedern im Rahmen von RPTs gilt zudem die strenge Organhaftung nach § 93 Abs. 2 AktG. Die Verfolgung der Haftungsansprüche gegen Vorstandsmitglieder durch den Aufsichtsrat war lange Zeit reines

„law in the books“, findet seit der ARAG/Garmenbeck-Entscheidung jedoch vermehrt statt. Aktionärsklagen spielen in der Praxis hingegen keine erhebliche Rolle.

Geschäfte einer AG mit Aufsichtsratsmitgliedern weisen aufgrund der fehlenden Geschäftsführungs- und Vertretungsbefugnis des Aufsichtsrats eine grundsätzlich reduzierte *tunneling*-Gefahr auf. Für Kreditgeschäfte sowie bestimmte Dienst- und Werkverträge mit Aufsichtsratsmitgliedern und ihnen nahestehenden Personen setzt das Aktienrecht dennoch die Einwilligung des Aufsichtsrats durch Beschluss voraus. Das betroffene Aufsichtsratsmitglied ist hierbei analog § 34 BGB vom Stimmrecht ausgeschlossen. Ein allgemeines Stimmverbot bei Interessenkollision besteht hingegen auch für Aufsichtsratsmitglieder nicht. Gleichwohl sind sie stets zur Offenlegung von Interessenkonflikten gegenüber den anderen Mitgliedern des Aufsichtsrats verpflichtet und kommen im Falle einer Abstimmungsteilnahme trotz erheblicher Sonderinteressen nicht in den Genuss der *business judgment rule*. Bei Pflichtverstößen droht ihnen ebenso wie Vorstandsmitgliedern eine Schadenersatzpflicht aus §§ 116 Satz 1, 93 Abs. 2 AktG. Für die Verfolgung entsprechender Ersatzansprüche der Gesellschaft ist der Vorstand zuständig. Da mit der Verletzung von Pflichten der Aufsichtsratsmitglieder regelmäßig Pflichtverstöße von Vorstandsmitgliedern einhergehen, käme eine Verfolgung dieser Ansprüche allerdings der Selbstbeichtigung gleich. Eine Inanspruchnahme von Aufsichtsratsmitgliedern droht daher erst nach personellen Neubesetzungen in Vorstand und Aufsichtsrat oder im Falle der Insolvenz der AG.

Für RPTs mit Aktionären gilt im deutschen Recht das weitreichende Verbot der Einlagenrückgewähr, dessen Verstoß eine sofortige Rückgewährpflicht des begünstigten Aktionärs auslöst. Vorsätzliche gesellschaftsschädigende Einflussnahmen auf die Führungskräfte der Gesellschaft führen überdies zur Schadenersatzpflicht gegenüber der Gesellschaft nach § 117 Abs. 1 Satz 1 AktG. Im Hinblick auf die Durchsetzung dieser Rückgewähr- und Ersatzansprüche der Gesellschaft bestehen erhebliche Schwächen. Ansprüche aus dem Verbot der Einlagenrückgewähr können nicht von den Aktionären geltend gemacht werden, sondern bedürfen der Verfolgung durch den Vorstand. Vorstandsmitglieder werden dies regelmäßig zu vermeiden suchen, da die Verfolgung der Ansprüche zugleich das Eingeständnis einer Sorgfaltspflichtverletzung beinhalten würde. Gleiches gilt für die Ersatzansprüche aus § 117 AktG. Sie sind nicht zuletzt auch wegen ihrer Begrenzung auf schwer beweisbare Vorsatzschädigungen in der Praxis wenig relevant.

In abhängigen Aktiengesellschaften i.S.v. § 17 AktG besteht ein erhöhter RPT-Schutz durch die Regelungen über verbundene Unternehmen. Das Recht des faktischen Konzerns duldet Eingriffe herrschender Unternehmen in die aktienrechtliche Kompetenzordnung nur, solange die Vermögensinteressen der abhängigen AG gewahrt bleiben. Eine qualifizierte Konzernintegration, in der die Überprüfung der Angemessenheit von RPTs schon im Ansatz nicht mehr möglich ist, ist unzulässig. Ausgleichslose Veranlassungen zu nachteiligen RPTs führen zudem zur verschuldensunabhängigen Schadenersatzhaftung des herrschenden Unternehmens und seiner gesetzlichen Vertreter nach §§ 311, 317 AktG. Diese Haftung ist heute kein „zahnloser Tiger“ mehr, da außenstehende Gesellschafter eine Klageerhebung durch die Gesellschaft und die Einsetzung eines besonderen Vertreters per Hauptversammlungsbeschluss unter Ausschluss der Stimmen des herrschenden Unternehmens erzwingen können. Um die Aufdeckung von Verstößen gegen § 311 AktG zu fördern und den Vorstand einer abhängigen AG an seine Verpflichtung auf die Interessen seiner Gesellschaft zu erinnern, ist dieser zur jährlichen Erstellung eines Abhängigkeitsberichts verpflichtet, der von Abschlussprüfer und Aufsichtsrat geprüft wird. Die Schlüsselfunktion, die dem Bericht beigemessen wird, ist angesichts seiner Vertraulichkeit zweifelhaft. Keinem der an der Berichterstellung und -prüfung Beteiligten bieten sich zudem Anreize, unausgeglichene

Nachteilszufügungen aufzudecken. Der primäre Nutzen des Abhängigkeitsberichts liegt vielmehr darin, dass er einem gewissenhaften Tochtervorstand ein Hilfsmittel beim Widerstand gegen schädigende Einflussnahmen des herrschenden Unternehmens sein kann. Wenngleich eine Ausweitung der RPT-Publizität abhängiger Unternehmen den bestehenden Aktionärsschutz demnach sinnvoll ergänzen würde, erscheint die von Teilen des Schrifttums geforderte Offenlegung des Abhängigkeitsberichts bedenklich. Der Abhängigkeitsbericht ist kein bloßer RPT-Bericht, sondern umfasst auch vom herrschenden Unternehmen veranlasste oder in seinem Interesse liegende Maßnahmen. Ob auch die uneingeschränkte Publizität dieser Maßnahmen angemessen ist, bedarf weiterer Untersuchung. Ausländische Rechtsordnungen sehen eine derart weitgehende Publizität nicht vor.

Im Vertragskonzern erfolgt der RPT-Schutz außenstehender Gesellschafter nicht einzeltransaktionsbezogen, sondern mittels einer pauschalen Verlustdeckungspflicht, jährlicher Ausgleichszahlungen und der Möglichkeit zum Austritt gegen Abfindung. Da die in der Gesellschaft verbleibenden Gesellschafter während der Vertragslaufzeit nicht das unternehmerische Risiko ihrer Gesellschaft tragen, bedarf es keines weiteren Schutzes gegen *tunneling*. De lege ferenda ist eine Verstärkung des Konzernausgangsschutzes durch ein zweites Austrittsrecht gegen Abfindung bei Vertragsbeendigung zu befürworten.

## VI. Kapitel 6 – Rechtsvergleich

Im Rahmen einer Typologisierung der Rechtstechniken, derer sich das englische und deutsche Recht zur Regulierung von RPTs bedienen, zeigt die Untersuchung die zum Teil deutlichen Abweichungen in den Regelungskonzepten beider Vergleichsrechtsordnungen. Im deutschen Recht wird den Gefahren von RPTs vornehmlich mit einer verstärkten Haftung sowie verwaltungsinternen Kontrollmechanismen, insbesondere unter Einbeziehung des Aufsichtsrats, begegnet. Demgegenüber setzt das englische Recht in großem Umfang auch auf Kontrollrechte der *shareholders*.

Im Ausgangspunkt ist der Schutz vor Aktionärs-RPTs in beiden Rechtsordnungen nicht hinreichend. Dies wird im deutschen Recht durch einen verstärkten Schutz abhängiger Aktiengesellschaften im Recht der verbundenen Unternehmen kompensiert. Im faktischen Konzern gelten verschärfte Verhaltenspflichten des herrschenden Unternehmens und seiner gesetzlichen Vertreter sowie der Verwaltungsorgane der abhängigen Gesellschaft. Als Alternative bietet das deutsche Recht das Modell des Vertragskonzerns an, dessen Schutz im Wesentlichen auf einer Harmonisierung der Interessenlage der Vertragsparteien beruht. Im englischen Recht wird der unzureichende Schutz vor Aktionärs-RPTs in großen Gesellschaften nicht konzernrechtlich verstärkt. Für die Gruppe der *premium listed companies* gilt stattdessen ein allgemein erhöhter RPT-Schutz, der sowohl die Entscheidungsrechte der außenstehenden Aktionäre als auch die Ermessensschränken der Direktoren und eines Kontrollaktionärs sowie die Informationspflichten der Gesellschaft erheblich ausbaut.

In beiden Vergleichsrechtsordnungen müssen Geschäftsleiter dafür Sorge tragen, dass RPTs nur *at arm's length* abgeschlossen werden. Während englische Gerichte RPTs primär einer Verfahrenskontrolle unterziehen, berücksichtigen deutsche Gerichte zwar das unternehmerische Geschäftsleiterermessen, unterziehen RPTs aber vornehmlich einer inhaltlichen Kontrolle. Die privatrechtliche Durchsetzung von Haftungsansprüchen gegen Führungskräfte ist in beiden Rechtsordnungen schwach ausgeprägt. Im Unterschied zum deutschen Recht setzt das englische Recht für börsennotierte Gesellschaften jedoch verstärkt auf *public enforcement* durch die FCA.

Die festgestellten Divergenzen in der RPT-Regulierung der beiden Vergleichsrechtsordnungen sind keine Zufallsprodukte, sondern Ausdruck des jeweiligen rechtlichen und sozioökonomischen Gesamtrahmens im Vereinigten Königreich und Deutschland. Maßgebliche Faktoren im englischen Recht sind die Einheitskapitalgesellschaft in Form der *company* und das gesetzgeberische Leitbild „think small first“, das monistische Verwaltungssystem sowie der durch hohen Streubesitz und starken Einfluss institutioneller Investoren geprägte Kapitalmarkt im Zeitpunkt der Entstehung der ersten RPT-Regelungen in den *Listing Rules*. Das deutsche Regelungsmodell für RPTs wurde demgegenüber durch das aktienrechtliche Leitbild der Publikumsgesellschaft, das dualistische System mit dem Aufsichtsrat als zentrales Überwachungsorgan sowie die konzentrierten Inhaberstrukturen von Aktiengesellschaften im Zeitpunkt der Entstehung des Konzernrechts geprägt.

## VII. Kapitel 7 – Entwicklungsperspektiven für die RPT-Regulierung in der AG

Im Anschluss an den Rechtsvergleich untersucht die Abhandlung die Entwicklungsperspektiven der deutschen RPT-Regulierung mit Blick auf die Vorgaben der reformierten ARRL. Vorab skizziert die Untersuchung die wichtigsten Etappen des Gesetzgebungsverfahrens der Richtlinie und erörtert, inwiefern sie sich in der Endfassung der Reform niederschlagen haben.

Der Vorschlag der Europäischen Kommission für die Reformrichtlinie enthielt RPT-Regelungen, die im Wesentlichen dem Vorbild der britischen *Listing Rules* folgten. Das zwingende Erfordernis eines Hauptversammlungsbeschlusses für RPTs und der ihm zugrundeliegende Gedanke eines verstärkten *shareholder engagement* waren dem deutschen Corporate Governance-Modell fremd und griffen in seine Grundwertungen ein. Die erhebliche Kritik am Vorschlag von deutscher Seite war mithin gerechtfertigt. Im Laufe des Gesetzgebungsverfahrens wurden die RPT-Regelungen des Vorschlags jedoch beachtlich modifiziert. Wesentliche Änderungen erfolgten insbesondere während der italienischen Ratspräsidentschaft im zweiten Halbjahr 2014 und lassen Einflüsse aus dem RPT-Regime der italienischen Börsenaufsicht CONSOB erkennen. Mit der Einführung eines Zustimmungsvorbehalts des Verwaltungs- bzw. Aufsichtsorgans statt eines Hauptversammlungsbeschlusses nach Wahl der Mitgliedstaaten wurde das rechtspolitische Ziel des *shareholder engagement* weitgehend in das Ermessen der Mitgliedstaaten gestellt. Die Regelungsvorschläge wurden in der Folge konsensfähig. In der reformierten ARRL finden sich zwar nach wie vor alle wesentlichen Vorgaben, um auch in Deutschland ein RPT-Regelungsmodell nach Vorbild der *Listing Rules* einführen zu können. Für einen derart radikalen Wandel besteht allerdings keine Notwendigkeit mehr. Die letztlich verabschiedeten RPT-Vorgaben in Art. 9c ARRL erlauben eine weitgehend systemkonforme Umsetzung ins deutsche Recht.

Hierzu werden in der Abhandlung folgende Empfehlungen getroffen:

1. Die reformierte Richtlinie verweist hinsichtlich der Definition von *related parties* auf IAS 24.9. Auch der Transaktionsbegriff orientiert sich erkennbar an IAS 24.9, wenngleich ein Verweis fehlt. Beide Definitionen sind im Grundsatz zu weit und führen dazu, dass die betroffenen Unternehmen aufwendige Compliance-Systeme zur Erkennung ihrer Pflichten einrichten werden müssen. Eine Übernahme der Pflichten für nicht börsennotierte Gesellschaften sollte der deutsche Gesetzgeber daher nicht vornehmen.



2. Die Pflichten nach Art. 9c ARRL finden nur für wesentliche RPTs Anwendung. Der Regelungsauftrag an die Mitgliedstaaten zur Bestimmung der Wesentlichkeit beeinträchtigt das Harmonisierungsziel der Richtlinie. Hinsichtlich der dem Wesentlichkeitsbegriff zugrunde zu legenden Kennzahlen empfiehlt sich eine Orientierung an den britischen *class tests*. Die Wesentlichkeitsschwellen für die Bekanntmachungspflicht und das Zustimmungserfordernis für RPTs müssen hinreichend hoch sein, um die Aggregationsregelung nach Art. 9c Abs. 8 ARRL nur in Ausnahmefällen auszulösen.

3. Die ad hoc-Bekanntmachungspflicht für wesentliche RPTs sollte kapitalmarktrechtlich ausgestaltet werden. Eine dahingehende Erweiterung der ausdrücklich in Art. 9c Abs. 2 ARRL aufgeführten Angaben durch den deutschen Gesetzgeber, dass eine kurze Beschreibung der RPT sowie die Angabe ihrer etwaigen Zustimmung durch den Aufsichtsrat zu veröffentlichen sind, ist zu empfehlen. Im Übrigen sollte der Schutz legitimer Geheimhaltungsinteressen der Gesellschaft geregelt werden.

4. Von der Voraussetzung einer *fairness opinion* für RPTs kann der deutsche Gesetzgeber absehen, da die wichtigsten RPTs bereits im Rahmen der Prüfung des Abhängigkeitsberichts einer unabhängigen Kontrolle unterzogen werden. Zur Verbesserung der Information der Aktionäre könnte eine erweiterte Berichterstattung im Rahmen des Bestätigungsvermerks des Abschlussprüfers geregelt werden.

5. Der nach Art. 9c Abs. 4 ARRL erforderliche Zustimmungsvorbehalt für wesentliche RPTs sollte zur Erhaltung einer organadäquaten Funktionenteilung dem Aufsichtsrat zugewiesen werden.

6. Für die erforderliche Zustimmung zu wesentlichen RPTs gilt ein Stimmverbot, das sowohl die *related party* als auch ihre nahen Familienangehörigen betrifft. Das Verbot ist dahingehend auszulegen, dass es auch Repräsentanten von Aktionären in Aufsichtsorganen einbezieht. Diese Voraussetzungen erfüllt das im deutschen Recht geltende Stimmverbot für Beschlüsse im Aufsichtsrat entsprechend § 34 BGB nicht. Um eine Verschiebung der Entscheidungskompetenz für RPTs auf die Arbeitnehmervertreter im mitbestimmten Aufsichtsrat zu verhindern, sollte der deutsche Gesetzgeber die in der Richtlinie vorgesehene optionale Ausnahme vom Stimmverbot für *related parties*, die Aktionäre sind, wahrnehmen. Die Vorgabe gemäß Art. 9c Abs. 4 ARRL, nach der sich die *related party* im Zustimmungsverfahren nicht gegen die entgegenstehende Meinung der Mehrheit der unabhängigen Aufsichtsratsmitglieder durchsetzen können darf, sollte in ihrer allgemeinen Form übernommen und in der näheren Ausgestaltung der Organisationsautonomie des Aufsichtsrats überlassen werden. Sie würde zur rechtspolitisch zu begrüßenden Notwendigkeit führen, Aufsichtsräte börsennotierter Unternehmen mit mindestens zwei Mitgliedern zu besetzen, die von den maßgeblichen Aktionären der Gesellschaft unabhängig sind. In der Praxis würden Aufsichtsräte zudem in der Regel RPT-Ausschüsse bilden.

7. Langfristig ist für das deutsche Recht eine maßvolle Beschränkung des Einflusses herrschender Aktionäre auf die Bestellung unabhängiger Aufsichtsratsmitglieder zu erwägen. Das noch junge britische Wahlverfahren für unabhängige Direktoren in börsennotierten Tochtergesellschaften könnte ein geeignetes Modell zur Verbesserung der deutschen Corporate Governance sein. Seine Bewährung in der Praxis gilt es weiter zu beobachten.

8. Der in der Richtlinie vorgesehenen Ausnahme marktüblicher Geschäfte im ordentlichen Geschäftsgang kommt eine hohe praktische Bedeutung im Konzern zu. Sie beschränkt die übermäßig strenge Aggregationsregelung nach Art. 9c Abs. 8 ARRL und sollte grundsätzlich wahrgenommen werden. Für RPTs, die die Wesentlichkeitsschwelle bereits ohne eine

Zusammenrechnung mit weiteren Transaktionen erreichen, sollte auf die Ausnahme gleichwohl verzichtet werden, um Umgehungen der RPT-Pflichten entgegenzuwirken.

9. Die optionalen Bereichsausnahmen von den RPT-Pflichten der Richtlinie sollte der Gesetzgeber ausschöpfen. Gemäß der Bereichsausnahme nach Art. 9c Abs. 6 lit. a ARRL lassen sich Geschäfte mit Tochtergesellschaften von den RPT-Regelungen ausnehmen, nicht jedoch Geschäfte mit Mutter- und Schwestergesellschaften. Die Ausnahme nach Art. 9c Abs. 6 lit. a Var. 3 ARRL ist rechtstechnisch wenig gelungen und bezieht den Schutz von Gesellschafts- und Aktionärsinteressen in der Untergesellschaft der börsennotierten Gesellschaft ein, weshalb die Erfüllung ihrer Voraussetzungen für jede potentielle Rechtsform einer Tochtergesellschaft gesondert überprüft werden müsste. Der deutsche Gesetzgeber sollte sich auf die Wiedergabe der Voraussetzungen des Art. 9c Abs. 6 lit. a Var. 3 ARRL beschränken und ihre Konkretisierung Rechtswissenschaft und Praxis überlassen.

10. Gemäß der optionalen Bereichsausnahme nach Art. 9c Abs. 6 lit. b ARRL kann der deutsche Gesetzgeber insbesondere Strukturmaßnahmen von den kommenden Verfahrenspflichten für RPTs ausnehmen. Hiervon sollte er vollumfänglich Gebrauch machen, um Friktionen mit den bestehenden Schutzregelungen für Strukturmaßnahmen zu vermeiden. RPTs im Vertragskonzern sind nicht ausnahmefähig, da es sich bei ihnen nicht um „genau festgelegte Arten von Geschäften“ im Sinne von Art. 9c Abs. 6 lit. b ARRL handelt.

11. Die Regelung nach Art. 9c Abs. 7 ARRL für Geschäfte von Tochtergesellschaften dient lediglich dem Umgehungsschutz und bedarf nicht notwendigerweise des hohen Schutzniveaus der regulären RPT-Pflichten nach Art. 9c Abs. 2-4 ARRL. Die Umsetzung einer periodischen Publizitätspflicht genügt der Erfüllung ihres Zwecks.

12. Die Aggregationsregelung nach Art. 9c Abs. 8 ARRL führt dazu, dass Gesellschaften auch ihre unwesentlichen RPTs ständig verfolgen und auf die Überschreitung der Wesentlichkeitsschwelle unter Zusammenrechnung dieser Transaktionen überprüfen müssen. Ist die Wesentlichkeitsschwelle erst überschritten, werden die eingreifenden regulären RPT-Pflichten für jede weitere Transaktion mit derselben *related party* zur schweren Belastung für die betroffenen Gesellschaften. Dem sollte durch die Festlegung hinreichend hoher Wesentlichkeitsschwellen vorgebeugt werden.

13. Spezielle Sanktionsregelungen muss der deutsche Gesetzgeber für Verstöße gegen die neuen RPT-Pflichten nicht treffen. Es empfiehlt sich jedoch, die Publizitätspflichten des Art. 9c ARRL entsprechend ihrer kapitalmarktrechtlichen Verortung einer Überwachung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zu unterwerfen und vorsätzliche oder leichtfertige Verstöße als Ordnungswidrigkeit zu ahnden.

14. Infolge der Anwendung der RPT-Regelungen auf vertragskonzernierte Tochtergesellschaften wird das Recht des Vertragskonzerns seiner wesentlichen Vorzüge beraubt. Es ist davon auszugehen, dass mit börsennotierten Tochtergesellschaften zukünftig keine Unternehmensverträge mehr abgeschlossen werden. Ein solches Vorgehen war im Rahmen öffentlicher Übernahmen bisher von erheblicher praktischer Bedeutung. Die faktische Abschaffung der börsennotierten, vertragskonzernierten Tochtergesellschaft steht im Widerspruch zu anderen unionsrechtlichen Projekten, in denen die Kommission eine Flexibilisierung der binnenmarktweiten Konzernleitung plant. Gleichwohl bieten sich dem deutschen Gesetzgeber in dieser Hinsicht keine Umsetzungsspielräume.

15. Im faktischen Konzern werden die neuen Publizitäts- und Zustimmungspflichten für wesentliche RPTs zu einer begrüßenswerten Ergänzung des bestehenden konzernrechtlichen

Schutzinstrumentariums führen. Der in den Pflichten nach Art. 9c ARRL zum Ausdruck kommende materiell-rechtliche Gehalt der Angemessenheit jeder Einzeltransaktion legt nahe, dass eine zeitliche Streckung des Nachteilsausgleichs zukünftig nicht mehr möglich sein wird. Der deutsche Gesetzgeber sollte dies zum Anlass nehmen, diese Rechtsfigur gänzlich abzuschaffen.

Insgesamt beurteilt die Arbeit die Reform der ARRL als Gewinn für die Fortentwicklung der deutschen Corporate Governance. Die nun umzusetzenden Publizitäts- und Zustimmungserfordernisse für RPTs ergänzen insbesondere das bestehende Schutzinstrumentarium im faktischen Konzern, ohne es redundant zu machen. Ihre Einführung dürfte im Übrigen dem internationalen Renommee des deutschen Aktionärsschutzes dienlich sein, das in den letzten Jahren stark gelitten hat. Bei all den Vorteilen, die eine gelungene Umsetzung der Richtlinie für die deutsche Corporate Governance bringen kann, weist Art. 9c ARRL allerdings auch erhebliche Unzulänglichkeiten auf. Der Anwendungsbereich der RPT-Regelungen ist grundsätzlich zu weit, der Katalog der optionalen Bereichsausnahmen teilweise wenig präzise und in der Umsetzung unnötig umständlich. Der Wesentlichkeitsbegriff, über den die größte Harmonisierungsleistung erzielbar gewesen wäre, ist den Mitgliedstaaten zur Bestimmung überlassen worden. Schließlich ist die fehlende Ausnahme des Vertragskonzerns eine schwere rechtspolitische Fehlleistung.

Noch ungeklärt ist, wie die aktuellen konzernrechtlichen Projekte auf der Agenda der Europäischen Kommission zu den RPT-Vorgaben der ARRL stehen werden. Insbesondere das im Aktionsplan 2012 vorgestellte Projekt einer „Anerkennung des Gruppeninteresses“ zur flexiblen Konzernführung scheint auf den ersten Blick mit dem neuen transaktionsbezogenen RPT-Schutzsystem schwer vereinbar. Gleichwohl könnte die Union gerade über eine gelungene Verzahnung dieser beiden Gesetzgebungsprojekte dem Ziel einer binnenmarktwert uneingeschränkten Führung von Unternehmensgruppen beachtlich näher kommen. Mit der Reform der Aktionärsrechterichtlinie ist der erste Schritt erfolgt.

*Die Untersuchung erscheint in der Schriftenreihe „AHW – Abhandlungen zum deutschen und europäischen Handels- und Wirtschaftsrecht“ im Carl Heymanns Verlag.*